

FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO PASSIVI

# ETF

(exchange trade fund)

*ARTICOLI "ADVISOR"*   
(Dr. Gianfranco Cassol)

“Advisor” e miti da smontare

# TROPPE BUGIE NELLA FIABA ETF

Non sono strumenti adatti a tutti, ma solo a gestori e investitori colti. Perché i rischi di perdita rimangono e molti costi sono occultati.

di Gianfranco Cassol



**L'** Etf è definito come un fondo negoziato in Borsa, alla stregua di un'azione, caratterizzata da una **“gestione passiva”**. Cosa vorrà mai dire? Il gestore è inoperoso? E' abulico? E' indifferente? La gestione o c'è o non c'è. Dire che l'Etf è un fondo a gestione passiva può essere interpretato come una pura strumentalizzazione del termine “gestione” sinonimo di competenze professionali, che negli Etf non ci sono. Quindi si dovrebbe parlare dello strumento finanziario in questione come di un semplice fondo indice.

Come si può affermare che l'Etf è particolarmente adatto al risparmiatore? Tuttalpiù si tratta di una nuova modalità per illuderlo: un **nuovo “toccasana”**.

La parola stessa *exchange traded fund* intimorisce, per non parlare dei nomi: SPDR Europe 50, Lyxor Etf Euro MTS 10-15y, iShares DJ Stoxx50, B1-Msci Pan Euro, Nasdaq-100 European tracker. Sono decine: 46 ad oggi.

A ciò si aggiungono le difficoltà di conoscere e saper utilizzare opportunamente le tre tipologie di Etf: *management investment unit, unit investment trust, grantor trust*.

I primi replicano meglio gli indici di mercato con scarsa liquidità e con elevato *turn over*; mentre gli *unit investment trust* vanno bene per i mercati liquidi ad alta capitalizzazione, infine i *grantor trust* non si addicono per esposizioni di lungo periodo in quanto non replicano un indice di mercato, ma rappresentano un paniere statico di titoli a scapito della convergenza tra prezzo dell'Etf e il suo *Net Asset Value*.

Ve li immaginate il dentista, l'avvocato, l'artigiano, l'imprenditore, l'impiegato, l'insegnante, la casalinga, il pensionato, con quale entusiasmo e tranquillità d'animo affrontano le decisioni d'acquisto e di vendita degli Etf, che richiedono conoscenze per saperli distinguere e utilizzare? Però si ha il coraggio di dire: “niente paura replicano l'indice di riferimento, è possibile acquistarli e venderli come una normale azione e hanno costi contenuti”. Tre caratteristiche sufficienti perché i risparmiatori li preferiscano ad altri strumenti finanziari.

Il tutto accade perché **la premessa è sbagliata e le deduzioni fondate su un presupposto errato sono errate**. Si afferma: “l'Etf è uno strumento finanziario sem-

plice quindi, egregio risparmiatore, lo puoi usare per l'impiego del tuo denaro”. Equivale a dire: “il bisturi è uno strumento semplice e, quindi, egregio paziente, lo puoi usare personalmente per sistemarti il menisco”. Questo errore di logica è un orrore. Il problema da affrontare non è la maggiore semplicità dello strumento da utilizzare e altre sue caratteristiche, bensì la complessità e rischiosità dei mercati finanziari. Ed è per questo che sono sorti da una parte i chirurghi e dall'altra i gestori.

La creazione di strumenti semplici e di facile accesso facilita gli errori del risparmiatore. Significa volerlo danneggiare? Questo non può essere il risultato voluto con la creazione degli Etf, sarebbe assurdo.

Il bisturi è uno strumento per chirurghi. **L'Etf è uno strumento per gestori ed eventualmente per risparmiatori evoluti, ma non lo può essere per i risparmiatori tout court.**

Dagli Stati Uniti, patria degli Etf, arrivano i primi allarmi: con gli Etf, dicono negli USA, si tende a dare maggior peso a un approccio di breve periodo a scapito delle strategie di medio/lungo periodo che dovrebbero caratterizzare l'uso di

un prodotto che presenta i rischi tipici dell'investimento in azioni. E ancora: spesso si punta sugli Etf azionari avendo la falsa sensazione di poter guadagnare tanto e subito. Questi sono gli effetti di comunicazioni superficiali ed errate percezioni che creano nel risparmiatore pericolose illusioni.

La verità è che gli Etf sono da tempo presenti sul mercato e sono stati rimessi in pista, approfittando dei ribassi che hanno colpito pesantemente i mercati negli anni 2000, 2001 e 2002 sbandierando un ragionamento: la colpa delle cattive performance è dei gestori e, quindi, è meglio farne a meno. Come se con gli Etf il risparmiatore non subisse i ribassi di borsa... Consigliare il risparmiatore a usare gli Etf con il “fai-da-te” trova terreno fertile nei momenti di borsa buoni, come questi ultimi tre anni, quando non c'è bisogno di fare niente per guadagnare. Ma se le cose vanno male, cioè quando gli indici o i settori replicati perdono valore, **gli Etf non hanno alcuna possibilità di attuare una strategia difensiva.**

Sono totalmente esposti alla volatilità del mercato e pertanto l'unico stratagemma che ha il risparmiatore per tutelarsi dai ribassi è

"fare il gestore", vendendo per tempo prima che il sottostante si deprezzi. Cosa impossibile per il risparmiatore perché il *timing* richiede vera cultura finanziaria e non l'elementare conoscenza del nome Etf e l'illusione del suo facile utilizzo.

Taluni cercano di sopperire a questa situazione proponendo al risparmiatore una consulenza sugli Etf, basata su consigli saltuari di acquisto e vendita. **Qui il gioco diventa pesante e i danni sono certi.** Siamo nel mondo delle "dritte" saltuarie, sporadiche, senza alcuna trasparenza perché senza controlli. E' importante concentrarsi sull'impossibilità di valutare le "dritte" che questi pseudo-gestori avventizi danno ai risparmiatori. Per costoro è sin troppo facile vantarsi che i clienti con le loro "dritte" hanno guadagnato, perché sanno che non c'è possibilità di smentirli, con buona pace per la tanto necessaria e invocata trasparenza. E' un ritorno all'oscurantismo. Passando a considerare la struttura degli Etf e la loro funzionalità, con riguardo al possibile *tracking error* del NAV rispetto all'Indice sottostante e al possibile *tracking error* del prezzo di mercato rispetto al NAV, è chiaro che questi fatti rappresentano un rischio non valutabile a priori dal risparmiatore che si può trovare ad **acquistare o vendere un Etf a un prezzo non congruo.** E si parla di trasparenza sapendo che non c'è nulla che garantisca la convergenza fra il prezzo di mercato dell'Etf e il NAV e la convergenza tra il NAV e l'Indice sottostante! Qui il risparmiatore dovrebbe addirittura approfondire se il metodo usato per replicare l'Indice è *full replication* oppure *sample replication*. Si dice che in pratica siano elementi poco rilevanti, però contemporaneamente si dice che gli Etf siano strumenti più trasparenti dei fondi "gestiti". Mah! E' vero che la pratica degli arbitraggi è rivolta a ridurre gli scostamenti fra il prezzo che si forma sul mercato e il valore del relativo NAV, però è anche vero che il *market maker* potrebbe non essere interessato a intervenire con tale meccanismo, perché non ritiene gli scostamenti rilevanti o magari perché guadagna da queste inefficienze di mercato. Gli Etf, nella stragrande maggioranza dei casi, sono basati su indici su cui esisto-

no i derivati utilizzati dai *market maker* per chiudere il rischio delle negoziazioni. Per cui nelle fasi di turbolenza del mercato gli *spread denaro/lettera (bid-ask)* tendono ad aprirsi in modo importante e a muoversi con una velocità significativa, e nelle fasi di crisi dei mercati (1987, e in parte il 1998) non solo si aprono gli *spread* tra denaro e lettera, ma anche gli *spread* tra derivati e mercato sottostante (chi copre il rischio ricorre ai *future* deprimendone il prezzo): nella seduta del famoso lunedì nero la discrepanza arrivò al 19%.

Così nel mese di novembre 2005 ben sei Etf quotati in Piazza Affari hanno superato uno *spread* del 2%, raggiungendo la punta massima del 4,5% con Lyxor Etf Msci Emu Value. Va detto in proposito che lo *spread* dipende essenzialmente dalla media ponderata degli *spread* dei titoli che compongono l'Indice replicato, e più questi titoli sono liquidi, più lo *spread* sarà potenzialmente basso. Ma il risparmiatore come fa a valutare tutto questo? Qui si apre tutto un capitolo sulla trasparenza del prezzo degli Etf e sui rischi di costi non controllabili e quantificabili a priori, senza trascurare l'eventuale rischio del tasso di cambio. Non solo.

Si consideri l'Etf Euro Mts 1-3y quotato in Borsa dal 9 febbraio e presentato come valida alternativa ai conti ad alto rendimento (Conto Arancio e simili), ai titoli di Stato a breve termine e ai fondi "gestiti" di liquidità. Sembra tutto facile: è un Etf. Ma cos'è in realtà e cosa dovrebbe conoscere il risparmiatore di questo strumento? Una cosa principalmente: segue l'andamento dei titoli di Stato europei con scadenza 1-3 anni. Ma allora dove sta la semplicità rispetto alle alternative con le quali vuole confrontarsi? In effetti è più complesso. E poi che dire degli strani confronti sulla trasparenza ed entità dei costi degli Etf e dei fondi "gestiti"?

Il fondo "gestito" è un tipico prodotto a "rendimento netto" e per definizione trasparente. Non esistono costi occulti, non evidenziati da pagare al momento della liquidazione e tali da ridurre il rendimento corrispondente al prezzo giornalmente pubblicizzato. Ma c'è di più, perché, per i fondi "gestiti", il risparmiatore è informato del costo complessivo a suo carico, il

cosiddetto TER (*Total Expense Ratio*), riportato nei prospetti di sottoscrizione. La performance del fondo "gestito" è **al netto del TER**; mentre ciò non accade per gli Etf dalla cui performance lorda vanno tolti tutti i costi non inclusi nella performance stessa. Anche l'affermazione che gli Etf costano meno dei fondi "gestiti" è sballata. Una comparazione è accettabile su prodotti omogenei, diversamente è un grave errore di metodo. I fondi "gestiti" costano di più in termini di commissioni di gestione perché danno molto di più: ricerca, analisi, gestori, visite dirette alle aziende, presenza fisica nei vari paesi. Mentre gli Etf non fanno niente di ciò, limitandosi a replicare un indice. Non sono meno costosi, semplicemente non si fanno pagare per ciò che non offrono.

Però non è proprio così perché gli Etf arrivano a farsi pagare **commissioni di gestione addirittura fino allo 0,90%**. L'esame dei costi rende non valida la comparazione fra le performance degli Etf, che sono al lordo dei rilevanti costi esaminati nel box, e le performance dei fondi "gestiti", al netto di ogni costo. Questa constatazione sposta la lancetta della trasparenza a favore dei fondi "gestiti".

Allora la vera e unica domanda da porsi relativamente ai fondi "gestiti" è la seguente: si devono eliminare quelli non validi oppure si de-

ve scegliere fra quelli validi? Bisogna avere l'equilibrio e l'intelligenza per ritenere la selezione dei fondi "gestiti" validi il fatto vantaggioso per il risparmiatore. L'esistenza di tanti fondi "gestiti" validi e di tanti non validi è favorevole al risparmiatore ed è sbagliato fare di tutta l'erba un fascio. Dire al risparmiatore "dimentica i fondi "gestiti" e "fai-da-te" con gli Etf, è come dirgli di rinunciare al meglio che offre il mercato. Spaventoso errore di convenienza comparata: tra il negativo, il neutro e il positivo, si consiglia di preferire il neutro. Chissà perché? E' opportuno ripetere un dato: gli Etf sono 46 e diventeranno di più; mentre i fondi "gestiti" che battono gli Etf sono migliaia e cresceranno. Allora il risparmiatore deve operare con i tantissimi fondi "gestiti" a 4 e 5 stelle che sono a sua disposizione, e ciò anche per non dover sopportare il costo del "mancato ricavo", dato dalla differenza tra la performance degli Etf pulita dai costi operativi e la performance, già al netto di ogni costo, dei fondi "gestiti". Questo "mancato ricavo" è un ulteriore costo dell'Etf, che si aggiunge agli altri. Quanto esposto fa capire l'importanza preminente del consulente finanziario indipendente nel consigliare al risparmiatore: fra il negativo, il neutro e il positivo, è preferibile il positivo. E' sempre sovrachiantante. □

## Le commissioni "nascoste" degli exchange traded fund

### Costi compresi nella performance dell'Etf:

1. Costo di gestione ricorrente: da 0,165% a 0,90% annuo.
2. Costo di rotazione portafoglio: molto contenuto.

### Costi da dedurre dalla performance dell'Etf:

3. Costi di negoziazione medi: 0,50-0,70% per ogni acquisto e per vendita dell'Etf.
4. Costo da *spread* denaro-lettera medio: 0,80-0,90% per ogni acquisto e vendita. Un costo che può raggiungere percentuali molto maggiori. Per ogni Etf quotato, Borsa Italiana impone al *market maker* ufficiale di garantire uno *spread* denaro-lettera entro un limite massimo che è in media pari all'1%. Così per gli Etf Lyxor Euro MTS 3-5 y e 10-15 y il tetto previsto è dello 0,175%, ma si può arrivare a un tetto del 2% stabilito per l'Etf Lyxor Dj Global Titans. Lo *spread* denaro-denaro è il guadagno del *market maker*.
5. Costi amministrativi e dossier titoli: dipendono dalla banca che fornisce il servizio.
6. Costo fiscale: pari al 12,50% sulla performance al momento del realizzo.
7. Costo di consulenza per le "dritte" medio: 0,50-1% annuo se utilizzate.
8. Costi da disagi operativi, derivante dal doversi arrangiare e quantificabili dal singolo risparmiatore.

# LA SEMPLICITÀ È UNA FAVOLA

Basket sottostanti non trasparenti e i costi (anche fiscali) sono esosi. Un'opinione controcorrente sugli Etf.

di Gianfranco Cassol

**D**opo otto mesi dall'articolo "Troppe bugie nella fiaba Etf" pubblicato sul n. 4, anno II, di **ADVISOR** (aprile 2006), ritengo opportuno aggiungere alcune considerazioni.

Nell'articolo "Come non perdere la guerra dei cloni", pubblicato nel *Corriere Economia* del 13 novembre 2006 a cura di Maria Teresa Cometto, si legge che dopo aver selezionato un buon portafoglio di Etf resta il problema di come gestirlo: "Non ribillanciarlo periodicamente è l'ultimo sbaglio, molto frequente fra gli investitori. Non si rendono conto che con il passare del tempo **cambiano le valutazioni di Borsa e quindi i pesi fra i diversi Etf** e per mantenere la stessa *asset allocation* e lo stesso mix di rischio-rendimento bisogna [...] continuare a monitorare il proprio portafoglio e aggiustarlo con il trading" (W. Breen, professore della Northwestern University di Chicago e *portfolio manager* di Symphony W.M.F.).

In "Etf alla prova dei mercati" a cura di Maria Grazia Briganti, *Morningstar* del 23 giugno 2006, si legge: "L'Etf, che replica passivamente l'andamento di un indice, **non ha strumenti di difesa dal crollo dei prezzi [...]**".

In "Etf, trattare con saggezza" a cura di Sara Silano, *Morningstar* del 28 agosto 2006, si legge: "Sonya Morris, analista di Morningstar Stati Uniti che si occuperà

della nuova newsletter Morningstar Etf Investor, ha individuato alcuni principi per un corretto investimento in questi strumenti, basato su un approccio fondamentale. Nella scelta degli Etf è preferibile concentrarsi sulle valutazioni dei titoli sottostanti e sui fondamentali societari. Insomma, **bisogna conoscere il paniere dell'indice di riferimento** e la metodologia di costruzione del *benchmark*.

In "Etf spazio a chi vince sul mercato", a cura di A. Chini e A. Magagnoli, *Il Sole-24 Ore* del 04 settembre 2006, si legge:

"Per cercare di capire quali siano gli Etf più interessanti in termini di prospettive future di rivalutazione è stata applicata, alla lista di quelli con una lunghezza di vita sufficientemente ampia da permettere uno studio di questo tipo: **l'analisi della media-varianza [...]**.

Passando all'analisi dei singoli strumenti è possibile osservare che l'Etf Lixor Etf Euromots Global ha effettivamente inviato un segnale rialzista lo scorso luglio, portandosi sopra una linea di tendenza ribassista che unisce i massimi di inizio anno e di giugno [...]. Dopo il superamento di questo ostacolo i prezzi hanno proseguito il rialzo [...]. Pertanto da questa base le quotazioni avrebbero spazio per salire in area 113,50. Discese sotto 110,50, invece, farebbero cadere l'interesse per l'investimento su questo strumento".

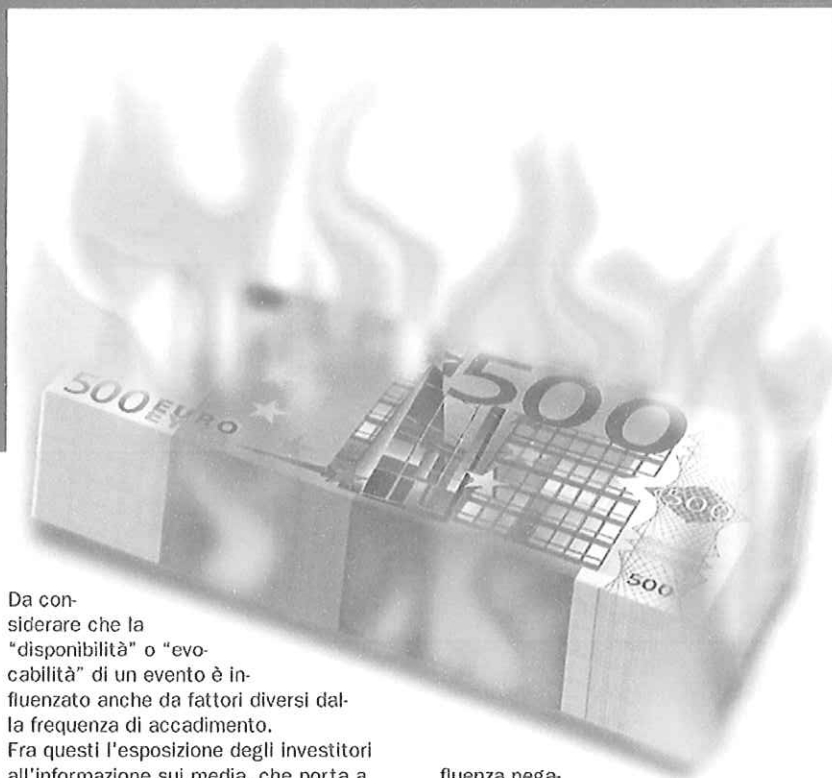
In "Etf contro la volatilità", a cura di Mariela Pinelli, *Il Sole-24 Ore* del 16 settembre 2006, si legge: "In America sono stati autorizzati dalla Sec alcuni Etf (Power Shares) legati a indici costruiti *ad hoc* su



società a più alto rendimento cedolare, ovvero selezionati in base a parametri fondamentali. «Il rischio in questi casi», spiega Aureliano Gentilini, capo della ricerca europea di Lipper (Reuters Company) «è **la non trasparenza del basket sottostante**»: in pratica si rischia di investire in indici di cui non si conosce la composizione e che potenzialmente implicano una gestione attiva".

In "Attenzione ai fondi replicanti: in fasi negative non proteggono", a cura di Fe. Pe., *Il Sole-24 Ore* del 06 gennaio 2007, si legge: "**Nell'utilizzarli bisogna però adottare numerose cautele**. Innanzitutto si tratta di prodotti che espongono a una notevole volatilità [...]. In secondo luogo si tratta di prodotti passivi e quindi, nelle fasi negative di mercato, non c'è l'ausilio del gestore [...]. Infine non bisogna dimenticare il discorso valutario che incide non poco sulle performance registrate [...]. Il peggior Etf quotato in Piazza Affari con performance, da marzo a fine dicembre, negative del 12% è stato proprio un Etf che investe in corporate americani: l'iShares \$ Corporate bond [...]".

**La semplicità tanto proclamata degli Etf è una fiaba, come una fiaba sono i costi contenuti**, che sono onerosissimi, oltre a non avere come contropartita alcun servizio di assistenza e di gestione. Ma ciò che lascia perplessi della propaganda rivolta ai risparmiatori di avvalersi degli Etf per i propri investimenti è il rifiuto di capire il necessario passaggio dall'oggettività del prodotto alla soggettività del cliente.



L'andamento del prodotto e il comportamento dell'investitore non sono simmetrici come i dati storici confermano, e i motivi sono ben chiariti dalla psicologia cognitiva e dall'economia sperimentale. Sembra che tutte le conoscenze scientifiche sulle **distorsioni valutative nella percezione del rischio** da parte degli investitori non esistano.

La ricerca in ambito psicologico ha identificato una serie di regole di inferenza molto generali che l'investitore utilizza.

Queste regole di decisione, conosciute con il nome di euristiche (Tversky, Kahneman), sono utilizzate per semplificare compiti intellettuali di elevata difficoltà con gravi implicazioni nell'investimento di capitali (Slovic, Kunreuther, White).

Una regola euristica che agisce nella percezione del rischio e quindi sulla scelta dell'investimento, è la cosiddetta **"disponibilità"**, con la quale un evento viene ritenuto probabile se se ne riescono a ricordare (disporre mentalmente) o a immaginare (rappresentare mentalmente) degli esempi.

Da considerare che la "disponibilità" o "evocabilità" di un evento è influenzato anche da fattori diversi dalla frequenza di accadimento. Fra questi l'esposizione degli investitori all'informazione sui media, che porta a configurare nella loro mente un quadro distorto della situazione di rischio.

E' così che **si creano negli investitori correlazioni "ingannevoli"**:

- fra crescita dei volumi degli Etf trattati e validità del prodotto,
- fra aumento del numero degli Etf collocati e validità del prodotto,
- fra rialzo dei prezzi di mercato e validità degli Etf.

La validità di un prodotto non è decretata da siffatte inferenze arbitrarie.

Questa tipologia di informazione che in-

fluenza negativamente l'investitore, sfrutta i suoi automatismi decisionali: se molti lo fanno vuol dire che è buono. Fra l'altro dimenticando che non è detto che gli altri ne sappiano di più, anche loro potrebbero cercare una qualche evidenza collettiva.

Il comportamento gregario trova la sua massima applicazione quando non si conosce, così l'"affettività", intesa come emotività da impatto sulla conoscenza del problema decisionario (Mc Fadden), esercita forte influenza sulla scelta dell'investimento. Un processo di scelta basato sull'imitazione non è la soluzione, anche se poi il "rimpianto" è lenito da un "mal comune mezzo gaudio".

In proposito J.M. Keynes ricordava che il peggior danno per un banchiere non è fallire, ma fallire da solo.

Ogni risparmiatore è se stesso e **non c'è niente di più errato di una decisione presa perchè in molti lo fanno.**

Per la **questione fiscale degli Etf "armonizzati"** rinviamo a quanto riportato nei riquadri pubblicati in queste pagine e allo scritto di Gianluigi De Marchi in data 11 febbraio 2006 "Etf, bidone fiscale". Qualora l'Etf non fosse armonizzato, il reddito da capitale verrebbe tassato in base all'aliquota fiscale marginale personale dell'investitore (dal 20% al 45%), fatto questo che toglie irrimediabilmente la convenienza di investire negli Etf. ☐

### Regime risparmio amministrato

	REDDITO DI CAPITALE (Δ NAV)	REDDITO DI CAPITALE (DIVIDENDI DELL'ETF)	REDDITI DIVERSI (Δ PREZZI - Δ NAV)
ETF di diritto ITALIANO	12,50%	12,50%	12,50%
ETF di diritto ESTERO ARMONIZZATI	12,50% <small>(l'intermediario applica una RITENUTA A TITOLO DI IMPOSTA)</small>	12,50% <small>(l'intermediario applica una RITENUTA A TITOLO DI IMPOSTA)</small>	12,50% <small>(l'intermediario applica una IMPOSTA SOSTITUTIVA)</small>
ETF di diritto ESTERO NON ARMONIZZATI	Propria aliquota Irpef <small>(l'intermediario applica una RITENUTA A TITOLO DI ACCONTO del 12,50%)</small> <b>OBBLIGO DI DICHIARAZIONE NEL MODELLO UNICO</b>	Propria aliquota Irpef <small>(l'intermediario applica una RITENUTA A TITOLO DI ACCONTO del 12,50%)</small> <b>OBBLIGO DI DICHIARAZIONE NEL MODELLO UNICO</b>	12,50% <small>(l'intermediario applica una IMPOSTA SOSTITUTIVA)</small>

Fonte: Lyxor AM SGR

Consulenti & strumenti finanziari

# CONFRONTI DISOMOGENEI, INVESTITORI GABBATI



Gli Etf battono davvero i fondi comuni?  
A prima vista sembrerebbe così.  
Ma un'analisi più attenta dice il contrario  
e la via del "fai-da-te" è molto pericolosa.

di Gianfranco Cassol

**"S**e io mangio cinque polli e tu ne mangi uno, la media dice che ne abbiamo mangiati tre ciascuno". La media è anche questa battuta del Trilussa, ma, nel caso che esaminiamo, "la media è l'abbassamento dei migliori e l'innalzamento dei peggiori" (J.F. Losac). Due errori a cui se ne aggiunge un terzo, dovuto al fatto che la media finisce per essere considerata "punto di riferimento" di micro-analisi comparative. La specificità di un singolo fondo a gestione attiva è tutto fuorché una media e la media non è il fondo. Vediamo in proposito un articolo di *Milano Finanza* del 14 aprile 2007, "Etf straccia il gestore 9 a 1", basato sul "confronto della performance a 12 mesi fra gli Etf e la media dei fondi che appartengono alla stessa categoria". Questo confronto è improponibile e porta a deduzioni arbitrarie. **E' lo scandalo delle medie.** Il confronto corretto è fra l'Etf e i singoli fondi della stessa categoria.

Nel processo decisionale il risparmiatore può considerare la scelta come "accettazione" di una delle due alternative o come "rifiuto" di una delle due alternative.

Scegliere basandosi solo sugli elementi di "accettazione", oppure solo sugli elementi di "rifiuto", non è la stessa cosa che **scegliere basandosi sul "confronto" degli elementi** caratterizzanti le due alternative. Nel primo caso si attiva un processo mentale di "focalizzazione escludente".

Affermare che gli Etf battano 9 a 1 i fondi considerando le medie, è condizionare il risparmiatore a escludere aprioristicamente e indiscriminatamente i fondi a gestione attiva dall'analisi comparativa.

Le conseguenze non possono che essere dannose per i risparmiatori.

Prendiamo in considerazione le quotazioni di metà aprile 2007. Ebbene, l'esame delle performance (fonte *Morningstar*) a 12 mesi dell'Etf che investe sull'indice S&P/Mib e dei fondi/sicav azionari Italia

porta alla seguente conclusione: il numero di fondi che hanno una performance superiore a quella dell'Etf (+14,20%) sono 56.

Ma questa comparazione non dà l'esatta situazione, perché il confronto non è omogeneo, essendo la performance dell'Etf al lordo di tanti costi "successivi all'investimento" non evidenziati e non quantificabili al momento dell'acquisto; mentre le performance dei fondi/sicav sono al netto.

Quant'è la percentuale dei costi non evidenziati che va tolta alla performance lorda dell'Etf? Non lo si sa a priori, e qui si dà un forte colpo alla presunta trasparenza dell'Etf.

In proposito si veda quanto scritto su **ADVISOR** di aprile 2006, "Troppe bugie nella fiaba Etf", e di febbraio 2007 "La semplicità è una favola". Ma soprattutto si mediti sull'e-mail del 17 aprile 2007 inviata dal Charlie Forzacci: "Buongiorno, ho letto con interesse l'articolo sugli Etf e vorrei portare il mio contributo.

Il giorno 3 marzo ho tentato di acquistare l'Etf EQQQ sul Na-

**Tabella 1 Rendimenti in diversi sottoperiodi del fondo a gestione attiva efficiente e del benchmark**

PERIODO	RENDIMENTO FONDO	RENDIMENTO BENCHMARK	DIFFERENZA RISORSE	DIFFERENZA ANNUALIZZATA
A 6 anni	<b>32,24</b>	-2,88	35,11	5,14
A 5 anni	<b>18,75</b>	-8,15	26,90	4,88
A 4 anni	<b>44,62</b>	17,65	26,97	6,15
A 3 anni	<b>73,10</b>	50,96	22,14	6,89
A 2 anni	<b>48,48</b>	35,53	12,95	6,28
A 1 anno	<b>20,73</b>	14,91	5,82	5,82

Fonte: Il Sole 24 Ore; valori percentuali

sdq ma ho trovato un *market maker* "furbetto": infatti, il denaro si attestava a 31,26 circa, tanto che qualcuno miracolosamente è riuscito a comperare a quel prezzo ma la lettera era a circa 32,40, con uno *spread* del 3,65%.

Chiaramente, non mi sembrava il caso di applicare la lettera, mi sono messo in acquisto a 31,27 ma il *market maker* si è messo in tempi rapidissimi a 31,28. Siamo andati avanti a modificare gli ordini uno dopo l'altro, ma chiaramente era sempre il *market maker* ad essere in prima fila, tanto che è riuscito ad acquistare da qualche investitore a 31,40 e ad altri prezzi. Alla fine ho rinunciato, ma basti qui ricordare che il prezzo di chiusura dell'Etf è stato di 32,64!

Autorizzo la pubblicazione della mia *mail* per sollevare il problema di questi *market maker* che non rispettano le regole e fanno i furbi a scapito degli investitori (infatti, evidentemente non potevano appellarsi a un fantomatico problema tecnico visto che erano così rapidi nello spostarsi)".

Ipotizziamo, a questo punto, di togliere tutto compreso un costo del 2%, ma è superiore. Bene: i fondi/sicav che battono l'Etf sono 85 e quelli che non battono l'Etf sono 10. La conclusione, nel caso considerato, è l'esatto contrario di quanto scritto su *Milano Finanza*, perchè, in questo caso, sono i fondi/sicav che stracciano l'Etf 9 a 1. Questa corretta metodologia di analisi comunque non esaurisce il tema dell'errata im-

postazione del confronto fra gli Etf e i fondi a gestione attiva basata sulle medie.

I fondi a gestione attiva vanno considerati in un periodo che includa sia fasi di rialzo, come quella attuale, sia fasi di ribasso.

Per non incorrere in valutazioni distorte, sarebbe bene **chiamare gli Etf con il loro vero nome di "fondi indice"**, così che ogni risparmiatore sappia che può disporre di tutti i dati storici che gli consentono valutazioni nel tempo e non limitate a soli 12 mesi di rialzo.

Per il mercato italiano proponiamo di esaminare le due tabelle pubblicate in questa pagina.

Le differenze, riportate nelle due tabelle, fra rendimento del fondo e rendimento del *benchmark* sono in realtà maggiori e più favorevoli ai fondi, in quanto il rendimento del *benchmark* è al lordo di tutti i costi: costo di negoziazione, costi di amministrazione e custodia, costo *spread* denaro-lettera, costo fiscale, nonché costi

psicologici da *stress* decisionale. Comunque il fatto è semplice: se i fondi a gestione attiva di un settore d'investimento sono ad esempio 77, c'è per forza di cose un fondo primo in classifica e uno ultimo per *performance*, e dei 77 fondi una parte avrà *performance* sopra l'indice di riferimento e una parte sotto l'indice di riferimento.

Questa è la norma e non può essere diversamente.

Tutto ciò è di estrema utilità al sistema e al risparmiatore. Quindi la vera e unica domanda da porsi relativamente ai fondi a gestione attiva è la seguente: si devono eliminare quelli non efficaci oppure si deve scegliere fra quelli efficaci? Dire al risparmiatore "faddate" con gli Etf, è come dire al risparmiatore di rinunciare al meglio che offre il mercato. Spaventoso errore di convenienza comparata: tra il negativo, il neutro e il positivo, **si consiglia di preferire il neutro, cioè la media.**

Chissà perché? ☹

Tanti costi non evidenti e non quantificabili al momento dell'acquisto gravano sui rendimenti degli exchange traded funds. E poi ci sono market maker "furbetti"....

**Tabella 2 Rendimenti in diversi sottoperiodi del fondo a gestione attiva non efficiente e del benchmark**

PERIODO	RENDIMENTO FONDO	RENDIMENTO BENCHMARK	DIFFERENZA RISORSE	DIFFERENZA ANNUALIZZATA
A 6 anni	<b>27,74</b>	-2,88	30,62	4,55
A 5 anni	<b>-0,11</b>	-8,15	8,03	1,56
A 4 anni	<b>26,98</b>	17,65	9,31	2,25
A 3 anni	<b>40,28</b>	50,96	-10,69	-3,70
A 2 anni	<b>29,01</b>	35,53	-6,52	-3,31
A 1 anno	<b>12,61</b>	14,91	-2,30	-2,30

Fonte: Il Sole 24 Ore; valori percentuali